

Absolut alternative

Liquide alternative Anlagestrategien
für institutionelle Investoren

Smart Beta
Factor Investing
Long/Short
Digital Assets
Markt/News

01

Fachbeitrag Digital Assets

Investment-Strategien im Bereich Digital Assets

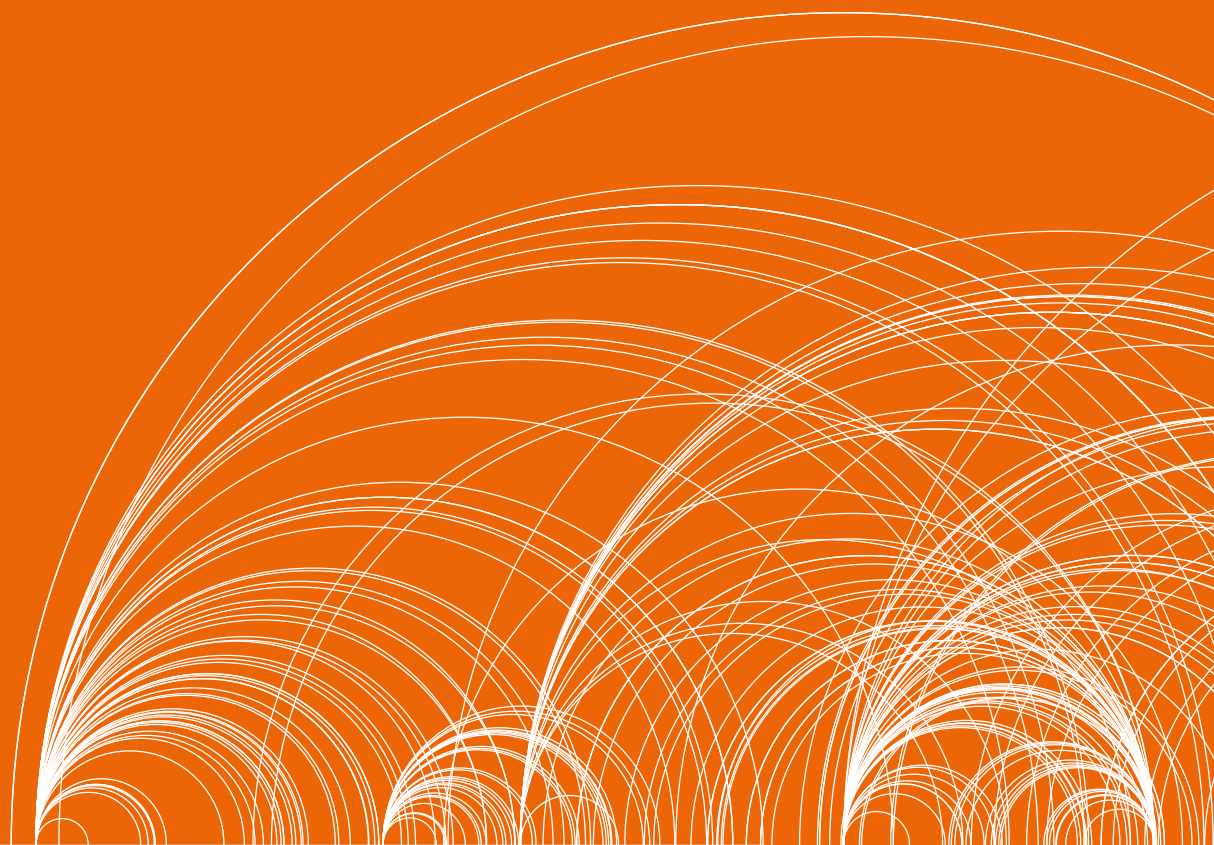
Claus Hilpold L1 Digital AG

Prof. Dr. Philipp Sandner Frankfurt School of Finance & Management

digital assets

Investment-Strategien im Bereich Digital Assets

Ein aktueller Überblick



Digitale Assets, wie Zahlungs- oder Anlagetoken, rücken zusehends in den Fokus der Anleger, Aufsichtsbehörden und Politik. Claus Hilpold, Mitgründer der L1 Digital AG, und Professor Dr. Philipp Sandner von der Frankfurt School of Finance and Management bieten im folgenden Beitrag eine Übersicht und Systematisierung unterschiedlicher Anlagestrategien in diesem Bereich.



CLAUS HILPOLD
Co-founder & Senior Advisor
L1 Digital AG
Zürich



PROF. DR. PHILIPP SANDNER
Leiter Frankfurt School Blockchain Center (FSBC)
Frankfurt School of Finance & Management
Frankfurt am Main

1 Einleitung

Im Jahr 2008 gelang es einer Person (oder Gruppe) hinter dem Pseudonym „Satoshi Nakamoto“ in einem Whitepaper „Bitcoin – A Peer-to-Peer Electronic Cash System“¹ mit einer vollständig digitalen Währung auf Basis der Blockchaintechnologie und Kryptographie die Grundlage zu legen für etwas, das heute eine gänzlich neue Industrie bildet. Ursprünglich für den Anwendungsfall „Zahlungsmittel“ konzipiert, entwickelt sich hier ein rasant wachsender Bereich von Geschäftsideen und Anwendungsfeldern, welche digital abgebildet werden und unter dem Begriff „Digital Assets“ subsumiert werden können. Hieraus ergeben sich auch attraktive Investitionsmöglichkeiten und Investment-Strategien. Die erwarteten Fortschritte in den Bereichen Regulierung, Verwahrung und Infrastruktur werden dazu führen, dass sich auch institutionelle Investoren diesem Thema annehmen und Digital Assets als neue Assetklasse definieren werden.²

Dieser Artikel gibt eine Übersicht über Investment-Strategien im Bereich Digital Assets, welche heute bereits in Fonds Anwendung finden und demnach für professionelle Investoren investierbar sind.

2 Investitionen in Digital Assets

Eine Investition in Digital Assets kann über unterschiedliche Zugangswege erfolgen, wie die folgende exemplarische Auflistung von Anlagemöglichkeiten zeigt:

- ▶ Einzelne „listed Tokens“³ –vergleichbar mit der Einzeltitelauswahl von Aktien an den globalen Börsen dieser Welt
- ▶ Derivate auf einzelne Digital Assets wie Zertifikate, Optionen, Futures, Swaps

- ▶ Venture Capital (VC)
 - VC in „dezentrale“ Projekte/Geschäftsideen, welche noch nicht fertig entwickelt sind (SAFT)
 - Private Equity (VC) in Unternehmen, die sich im Bereich Blockchain spezialisieren
- ▶ Fonds
 - mit einem passiven Long-only-Investment-Ansatz
 - mit einem aktiven Investment-Ansatz (Long-only oder Long-short)
 - Dachfonds
- ▶ Aktien von Blockchain-only-Unternehmen

3 Systematisierung des Marktes der Digital Assets nach wirtschaftlicher Funktion

Zunächst nehmen wir jedoch eine vereinfachte Kategorisierung der, den Investment-Strategien zugrundeliegenden, Digital Assets vor⁴.

Das Universum der Digital Assets kann beispielsweise nach der wirtschaftlichen Funktion und dem Zweck des Tokens klassifiziert werden. Die in Berlin ansässige International Token Standardization Association (ITSA) hat es sich zur Aufgabe gemacht, ein international anerkanntes Klassifizierungssystem zu etablieren. ITSA erfasst jeden Token, klassifiziert nach verschiedenen Kriterien und versieht diesen mit einer eindeutigen Identifikationsnummer analog der heute bei Wertpapieren verwendeten ISIN⁵ (ABBILDUNG 1).

1 | Klassifizierung der Tokens nach der wirtschaftlichen Funktion

Zahlungstoken Payment Token (EEP21)	Nutzungstoken Utility Token (EEP22)	Anlagetoken Investment Token (EEP23)
152 (19 %)	608 (76 %)	40 (5 %)
1. Bitcoin	1. Ethereum	1. DigxDAO
2. Bitcoin Cash	2. Ripple	2. TokenCard
3. Litecoin	3. EOS	3. CRYPTO20
4. Tether	4. Binance Coin	4. APIS
5. Monero	5. Cardano	5. Clipper Coin

Quelle: <https://itsa.global/> (September 2019)

Ende September 2019 hatte ITSA 800 Tokens klassifiziert, was gemessen an der Anzahl ca. 16 % des Universums, gemessen an der Marktkapitalisierung jedoch mehr als 98 % des Universums entspricht.⁶ Derzeit entfallen 76 % auf die sogenannten Nutzungstokens. Mit der zunehmenden Tokenisierung von traditionellen Anlagen wie z.B. Aktien, Unternehmensanleihen, aber auch anderen Vermögenswerten wie Immobilien

oder Kunst, ist sicherlich eine Zunahme der Anlagetoken zu erwarten. Deutlich wird auch, dass die Zahlungstoken, also die „Kryptowährungen“ im engeren Sinne, nur einen kleinen Teil des Universums ausmachen und sich ihr relativer Anteil wohl weiter reduzieren wird.

3.1 Zahlungstoken

Zahlungstoken sind angetreten die vier Funktionen von Geld d.h.

- i. Allgemeines Tausch- und Zahlungsmittel
- ii. Wertmesser und Recheneinheit
- iii. Wertaufbewahrungsmittel
- iv. Wertübertragungsmittel

digital und dezentral abzubilden. Die Funktion als Wertaufbewahrungsmittel ist aufgrund der hohen Volatilität jedoch nicht immer gewährleistet. Auf Basis eines dezentral organisierten Buchungssystems, der sogenannten Blockchain, werden Überweisungen kryptographisch legitimiert und über ein Netz gleichwertiger Rechner (peer-to-peer) abgewickelt. Anders als im klassischen Banksystem, ist kein zentrales Clearing der Geldbewegungen notwendig. Eigentumsnachweise an Bitcoin werden in persönlichen Wallets gespeichert.

3.2 Nutzungstoken

Nutzungstoken werden primär dafür verwendet, um auf Protokollebene eine Art Gebühr für die Nutzung eines Dienstes zu erheben. Nutzungstoken stellen im Gegensatz zu Anlagetoken keine Wertpapiere dar. Sie sind um eine „Community“ aufgebaut. Dabei bezeichnet die Community eine Gruppe von Menschen, die ein gemeinsames Ziel verfolgen, gemeinsame Interessen pflegen oder sich gemeinsamen Wertvorstellungen verpflichtet fühlen. Blockchain-Startups ohne eine solide Community werden mit der Ausgabe Ihres Nutzungstokens kaum erfolgreich sein – somit steht der Aufbau der Community im Mittelpunkt des Handelns. Dafür gewähren Nutzungstoken beispielsweise einen Rabatt auf die Dienstleistungen. Viele Teilnehmer in einer Community üben neben ihrer Rolle als Investoren noch weitere Rollen aus. Sie sind in der Regel auch frühe Nutzer der entstehenden Plattform, Werbetreibender oder Validator⁷. Nutzungstoken haben zum Ziel, innerhalb der Plattformökonomie, wie wir sie von Amazon, Google, AirBnB, etc. kennen, einen effizienteren und gerechteren Ausgleich aller Stakeholder zu ermöglichen und damit Netzwerkeffekte zum Vorteil aller zu nutzen, die an dem Netzwerk partizipieren⁸.

3.3 Anlagetoken

Generell kann man sich vorstellen, jedem Asset aus der traditionellen Welt mit Hilfe der „Tokenization“ ein digitales Abbild zu verschaffen, es damit in die digitale Welt zu überführen und auf diese Weise von deren Vorteilen Gebrauch zu machen. In Deutschland ist hierbei die Börse Stuttgart wegweisend⁹. Auch die Schweizer Börse SIX arbeitet intensiv an ihrer digitalen Strategie – SDX Swiss Digital Exchange – und beschäftigt bereits heute ein Team von mehr als 70 Personen, um eine Infrastruktur aufzubauen, welche die Tokenisierung von

traditionellen Assets als auch deren Handel und Abwicklung zum Ziel hat¹⁰.

4 Eine Übersicht gegenwärtiger Investment-Strategien im Bereich Digital Assets

Heute gibt es bereits eine Vielzahl von Investment-Strategien, welche mit einem aktiven Investment-Ansatz und auf Basis von Zahlungs- und Nutzungstoken Opportunitäten in diesem Segment nutzen. Anlagetoken dagegen spielen, Stand heute, bei den nachfolgend aufgeführten Investment-Strategien keine Rolle. Insgesamt gibt es derzeit mehr als 800 auf Digital Assets spezialisierte Fonds, wenn die Fonds mit Venture Capital Charakter mit einbezogen werden¹¹. Aktuell verfügbare Investment-Strategien können grob in zwei Kategorien aufgeteilt werden.

Die „Trading Strategien“ wie sie in **ABBILDUNG 2** auf der rechten Seite aufgeführt sind, stellen im weitesten Sinne dem Markt Liquidität zur Verfügung, wohingegen die auf der linken Seite dargestellten „Fundamentale Strategien“ Exposure zur zugrundeliegenden Technologie aufbauen und damit von deren langfristigen Erfolg profitieren möchten.

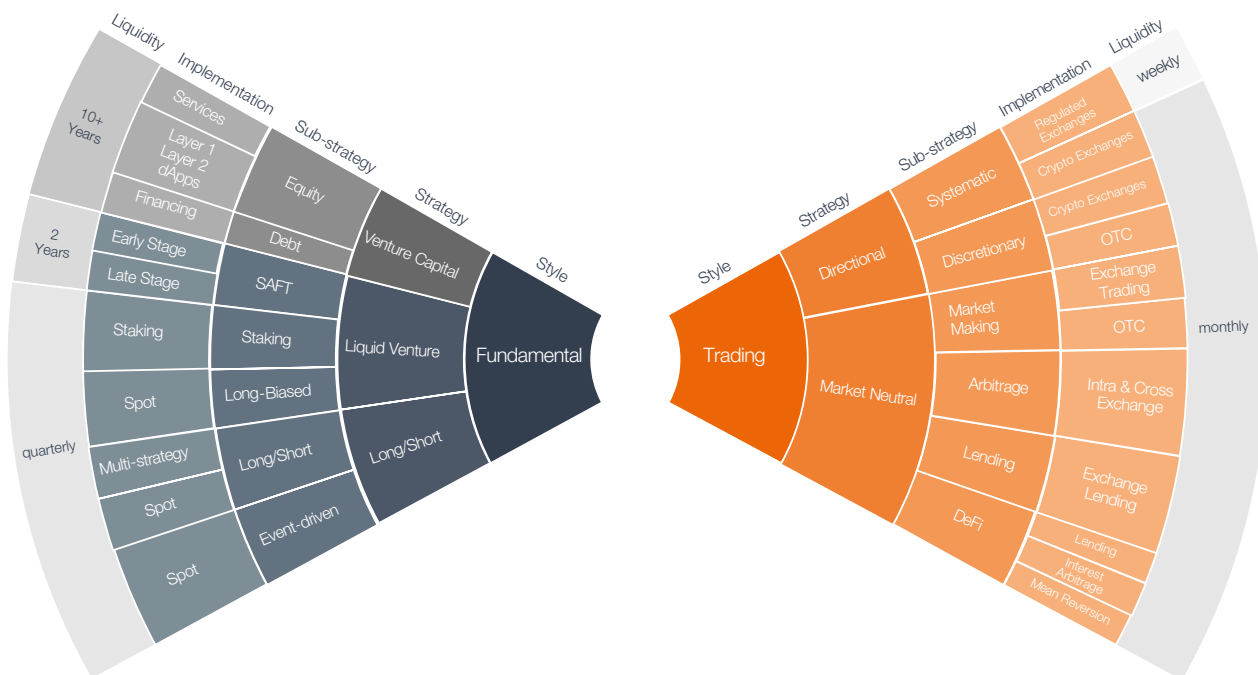
4.1 Fundamentale Strategien

Fundamentale Strategien zielen darauf ab, von der zukünftigen Disruption der dezentralisierten Blockchain Technologie zu profitieren, indem mit einem Long-only oder Long-biased-Ansatz in die zukünftigen Gewinner im Bereich der Zahlungs- und Nutzungstoken investiert wird. Hierbei muss nochmal unterschieden werden, ob Exposure schlussendlich zu den Tokens aufgebaut wird (blauer Bereich in **ABBILDUNG 2**) oder im klassischen Sinne via Venture Capital an Unternehmen, welche in diesem Bereich Services bereit stellen (grauer Bereich der Strategien in **ABBILDUNG 2**).

4.1.1 Liquid Venture Capital

Manager in dieser Kategorie verfolgen einen fundamentalen Ansatz, welcher einem Early Stage Venture Portfolio Ansatz ähnelt. Dabei wird in gelistete und private Tokens investiert. Preisfaktoren spielen eine untergeordnete Rolle, da die höchste Bedeutung fundamentalen Aspekten, der Technologie selbst, den Tokenomics¹², dem Team, Netzwerkeffekten und damit der Wahrscheinlichkeit, ein zukünftiger Gewinner zu werden, beigemessen wird. Das Universum bilden hierbei hauptsächlich Listed Tokens und teilweise Private Investments durch sogenannte SAFTs (Simple Agreement for Future Tokens). Manager in diesem Bereich brauchen eine sehr hohe technische Expertise inhouse und damit verbunden eine gute Reputation, um Zugang zu den besten Projekten und Teams weltweit zu erhalten. Durch ihre Expertise helfen sie den Projekten in Bereichen wie Coding, Tokenomics, Branding und Netzwerk und liefern damit Mehrwert. Portfolios von Managern in diesem Bereich sind mit einem Long-bias und einem langfristigen Anlagehorizont investiert und unterliegen daher den entsprechenden Mark-to-Market-Preisanpassungen mit einer

2 | Kategorisierung der Investment-Strategien im Bereich Digital Assets



Quelle: L1 Digital AG, Zürich (November 2019)

entsprechend positiven Korrelation zu den gängigen passiven Krypto-Indizes wie bspw. dem Bitwise10 Index¹³. SAFTs werden i.d.R. bis zum Zeitpunkt eines entsprechenden Ereignisses mit Einfluss auf die Bewertung zu Herstellungskosten verbucht, was entsprechend zu einer Reduktion der Volatilität beiträgt. In Abgrenzung zu „traditionellen“ Venture Capital Managern im Technologiebereich treten derartige Ereignisse, sei es eine Kapitalerhöhung oder ein „Going Public“ via

- ▶ Initial Coin Offering (ICO)
- ▶ Initial Exchange Offering (IEO)
- ▶ Security Exchange Offering (SEO)

oder ein Going Live des Projektes in wesentlich kürzeren Zeithorizonten von bereits 18-24 Monaten auf.

Exkurs SAFT

SAFT ist die Abkürzung für „Simple Agreement for Future Tokens“. Dabei steht der Begriff für einen Investitionsvertrag, der von Blockchain-Entwicklern auf Basis eines White Papers für autorisierte Investoren erstellt wird. Die Tokens, die schließlich an die Investoren übertragen werden, sind jedoch vollständig an einen Zweck gebunden und somit keine Wertpapiere nach US-Recht. Das SAFT wurde zunächst im Silicon Valley formuliert und später weiterentwickelt. SAFT soll eine Möglichkeit schaffen, bisher noch nicht (fertig) entwickelte Nutzungstoken zu verkaufen. Mit einem SAFT wird ein Prozess gestartet, mit dem die Herausgeber eines Nutzungstoken bei der Finanzierung ihres Projekts unterstützt werden können, ohne dabei gegen geltende Regularien zu verstoßen.

Exkurs Tokenomics

Tokenomics setzt sich aus den Begriffen „Token“ und „Economics“ zusammen und beschäftigt sich mit der Strukturierung der ökonomischen und rechtlichen Aspekte eines Tokens. Wie schafft man die richtigen Insentivierungsstrukturen, um den langfristigen und nachhaltigen Erfolg des Projektes bestmöglich zu gewährleisten? Ein wichtiger Aspekt hierbei ist die aktuelle und künftige Verteilung der Tokens zwischen den Stakeholdern. Dabei sollten u.a. Risikoaufschläge für Early-Adopter, Entwicklung der Community oder Bindung der Entwickler an das Projekt berücksichtigt werden. Selbstverständlich ist aber auch das dem Token zugrundeliegende Business-Modell zu hinterfragen. Bringt der Business-Case und der mit diesem verbundene Token irgendeinen Mehrwert in der realen Welt, über das hinaus, was es heute schon gibt. Ist die rechtliche Struktur auch durchdacht und in Einklang mit gegebenen Regularien in den Ländern, in welchen man aktiv sein möchte? Wie ist durch die Strukturierung des Tokens sichergestellt, dass der Wertzuwachs, welchen der Business-Case bei erfolgreicher Entwicklung erfährt, auch tatsächlich im Wert des Tokens wiedergespiegelt wird. Auch Fragen der Governance gilt es hier zu adressieren.

4.1.2 Long/Short

Long/Short Strategien in diesem Segment wenden einen fundamentalen Ansatz an, indem sie die Technologie, Tokenomics und Erfolgswahrscheinlichkeit von Digital Assets analysieren. Ziel ist dort eine Long-Position aufzubauen, wo die höchste Erfolgswahrscheinlichkeit besteht, Skalierbarkeit und Konsumeradoption zu erzielen. Aufbauend auf der Annahme, dass es nur wenige Gewinner geben wird und demnach eine Vielzahl von Digital Assets das Rennen verlieren werden und deren Wert demnach auf Null gehen sollte, ist es

naheliegender, derartige Projekte wo immer möglich Short zu gehen. Long/Short Manager haben die Möglichkeit, das Portfolio dynamisch zu managen und dementsprechend das Net-Exposure zu steuern und entsprechend in einem Bärenmarkt idealerweise das Portfolio, zumindest partiell, zu hedgen.

Es gibt mittlerweile verschiedene Möglichkeiten Short-Positionen in Digital Assets aufzubauen.

A Verschiedene Krypto-Börsen (BitMEX, Kraken, Deribit, OKEx, bitFlyer) bieten Derivate an, mit deren Hilfe synthetische Short-Positionen in Digital Assets aufgebaut werden können. BitMEX ist beispielsweise eine derartige Krypto-Börse, welche mittlerweile für acht Digital-Assets sogenannte Perpetual Swaps anbietet¹⁴. Bei einem Perpetual Swap handelt es sich um ein Derivat, mit welchem sowohl Long – als auch Short-Positionen aufgebaut werden können. Ein Perpetual Swap ähnelt einem Future Kontrakt mit dem Unterschied, dass es keinen Fälligkeitstag gibt.

B Spezialisierte Broker, Eigenhändler und Liquidity Provider, wie beispielsweise Genesis Capital, Cumberland oder Jump, bieten ihren Kunden ebenfalls die Möglichkeit, Digital-Assets zu leihen und somit Short-Positionen aufzubauen¹⁵.

C Die regulierte CME Group in Chicago handelt seit Dezember 2017 einen standardisierten Bitcoin Futures Kontrakt, mit welchem sowohl auf steigende wie auch fallende Kurse spekuliert werden kann.

D Dezentralisierte Peer-to-Peer Anwendungen (Decentralized Finance – DeFi) in Form von Digital Assets wie Compound, Dharma oder Maker bieten die Möglichkeit über die Blockchain Short-Positionen aufzubauen. So können beispielsweise Stablecoins wie DAI (DAI), Tether (USDT), etc. als Sicherheit hinterlegt werden und gegen andere Digital Assets geliehen werden. Derartige Anwendungen befinden sich noch in einem stark experimentellen Stadium. Die Idee ist, dass es eines Tages für alle traditionellen Assets wie Aktien, Bonds oder Darlehen auch ein digitales Konterfei gibt (Anlagetoken). Dann würden derartige Peer-to-Peer Anwendungen es erlauben, entweder Digital Assets zu hinterlegen, um eine Verzinsung zu erzielen und/oder gegen andere Digital Assets als Sicherheit zu verpfänden, z. B. um die anderen Digital Assets an einer Krypto-Börse wiederum gegen FIAT-Geld zu tauschen. Die klassische Broker-Dienstleistung, vergleichbar der heutigen Wertpapierleihe, wäre damit transparent, effizient und sicher dezentral abgebildet – ohne Mittelsmann mit entsprechender Auswirkung auf Transparenz, Transaktionsgeschwindigkeit und Kosten.

Neben klassischen Analyseverfahren (Fundamentalanalyse und Chartanalyse) bietet das Datenuniversum um Digital Assets für einen Long/Short Ansatz eine Vielzahl weiterer Kenngrößen, Informationsquellen und Ratios, um entsprechende Investmententscheidungen abzuleiten. Beispiele sind:

- ▶ „Whale Watching“
- ▶ Realisierte Marktkapitalisierung vs. Tatsächliche Marktkapitalisierung

Der Begriff „Whale“ (Wal) wird häufig verwendet, um Crypto-Wallets bzw. Adressen zu beschreiben, die eine beträchtliche Menge der jeweils verfügbaren Tokens eines Digital Assets halten. So beeinflusste ein 3.645 Bitcoin schwerer „Bitcoin Wal“ am 17. Mai 2019 den Krypto Markt, als er seine Bitcoins aus seiner privaten Wallet an die Wallet der Bitstamp Börse transferierte und anschließend dort verkaufte und dadurch eine Korrektur des Bitcoin-Kurses um zeitweise 25 % bewirkte. Es kann also durchaus Sinn machen, die Wallets sogenannter Wale im Auge zu behalten und zu reagieren, wenn hier signifikante Bewegungen stattfinden. Nicht selten können derartige Transaktionen der Vorbote eines anschließenden Verkaufs der Bitcoins sein¹⁶. Es gibt Internetseiten die einen Überblick über die jeweils größten Wallet-Adressen oder deren Verteilung (wie in **ABBILDUNG 3**) geben und damit eine Beobachtung und/oder Analyse mit Hilfe von Chain-Analytics ermöglichen. Weiterhin gibt es News Services im Netz oder via Telegramm oder Twitter, die regelmäßig über Veränderungen informieren.

Weiterhin ist es möglich, der tatsächlichen Marktkapitalisierung die sogenannte realisierte Marktkapitalisierung gegenüber zu stellen. Bei der realisierten Marktkapitalisierung werden die jeweiligen Tokens (in unserem Beispiel Bitcoins) mit dem Preis multipliziert, zu welchem sie zuletzt bewegt wurden. Auf diese Weise fallen u.a. diejenigen Bitcoins aus der

3 | Bitcoin Verteilung

Balance, BTC	Adressen	% Adressen	Anzahl BTC Coins	% Coins	Marktwert (USD)
0 – 0.001	13794124	48,30 %	2.821	0,02 %	20.619.817
0.001 – 0.01	7020256	24,58 %	27.664	0,15 %	202.195.050
0.01 – 0.1	4932753	17,27 %	159.119	0,88 %	1.163.004.133
0.1 – 1	2034728	7,12 %	645.494	3,57 %	4.717.925.484
1 – 10	624955	2,19 %	1.646.184	9,10 %	12.031.985.482
10 - 100	135970	0,48 %	4.413.985	24,41 %	32.261.888.795
100 – 1,000	14078	0,05 %	3.577.909	19,79 %	26.150.996.915
1,000 – 10,000	2024	0,01 %	4.802.654	26,56 %	35.102.677.185
10,000 – 100,000	106	0,00 %	2.438.129	13,48 %	17.820.326.358
100,000 – 1,000,000	2	0,00 %	367.360	2,03 %	2.685.043.272

Adressen reicher als						
1 USD	100 USD	1,000 USD	10,000 USD	100,000 USD	1,000,000 USD	10,000,000 USD
20,182,444	6,425,614	2,308,837	552,096	119,88	11,185	1,184

Quelle: <https://bitinfocharts.com/de/top-100-richest-bitcoin-addresses.html> (05. Dezember 2019)

Berechnung heraus, die sich faktisch gar nicht mehr im Umlauf befinden und demnach auch nicht mehr bewegt werden, was schätzungsweise auf ca. 21% der derzeit ~18 Millionen erzeugten Bitcoins zutrifft. Auf diese Weise wird ein realistischeres Bild der Marktkapitalisierung gezeichnet¹⁷. In einem weiteren Schritt kann aus den beiden Werten eine Ratio (MVRV) gebildet werden. Diese Kennzahl bietet dann ihrerseits wiederum interessante Einblicke in die relative Preisentwicklung, wie in **ABBILDUNG 4** dargestellt, und kann entsprechend für Kauf- und Verkaufssignale herangezogen werden.

4.2 Trading Strategien

Tradingstrategien spielen eine wichtige Rolle für die Etablierung eines gut funktionierenden Krypto-Marktsegmentes, da sie eine wichtige Liquiditätsfunktion darstellen. Es existieren eine Reihe von systematischen und marktneutralen Strategieansätzen sowie entsprechende Fonds. Der Vorteil dieser Strategien liegt darin, dass sie Renditen generieren, die sowohl unkorreliert zur allgemeinen Markttrichtung sind, als auch zu den meisten anderen in diesem Artikel aufgeführten Krypto-Handelsstrategien.

4.2.1 Arbitrage

Arbitrage Manager versuchen von Fehlbewertungen zwischen verschiedenen Krypto-Börsen (Exchange Arbitrage), Krypto-Werten und deren Derivaten (Basis-Trading) sowie zwischen verschiedenen Krypto-Paaren wie bspw. ADA vs. BTC, ADA vs. ETH und BTC vs. ETH (Triangular Arbitrage) zum gleichen Zeitpunkt zu profitieren. Auf diese Weise sorgen sie für mehr Effizienz an den Märkten. Dabei kommt den Arbitrageuren der Umstand zu Gute, dass es derzeit mehr als 200 Handelsplätze mit teils deutlich fragmentierter Liquidität gibt. Ferner gibt es Börsen, an welchen nur Cryptos vs. Cryptos gehandelt werden sowie solche, die auch Fiat-Währungen erlauben. Letztere bezeichnet man auch als On-ramp Börsen, da sie eine Möglichkeit darstellen, mit US-Dollar oder Euro in Krypto-Werte zu investieren. Mit zunehmender Reife dieser Anlageklasse ist aber davon auszugehen, dass die Marktopportunitäten in dieser Strategie geringer werden. Ein wesentliches Risiko dieser Strategie liegt in dem Gegenparteierrisiko der Börse, da es zur Umsetzung dieser Strategie notwendig ist, zu jedem Zeitpunkt eine gewisse Menge an traditionelles (Fiat-) Geld und Digital Assets an den jeweiligen Börsen vorrätig zu halten, um sich bietende Opportunitäten schnell umsetzen zu können.

4.2.2 Market Making

Market Maker treten zumeist als sogenannte Eigenhändler auf, das heißt als Unternehmen die auf eigene Rechnung aktiv sind. Vereinzelt gibt es Market Maker, die einen Fonds auf-

4 | Bitcoin MVRV Ratio



Quelle: <http://charts.woobull.com/bitcoin-mvr-ratio/> Chart: IKIGAI, Los Angeles

gesetzt haben und damit auch externes Kapital akzeptieren. Das Universum bilden dabei gelistete Digital Assets, und Trades werden sowohl über Handelsplattformen, als auch an OTC-Märkten getätigt. Renditen generieren Market Maker wie in den traditionellen Märkten über die Bereitstellung von Liquidität und Generierung von Handelsvolumen. Indem sie zu jedem Zeitpunkt Kauf- und Verkaufskurse für Digital Assets stellen, vereinnahmen sie Bid-Ask-Spreads. Im Unterschied zu den traditionellen Märkten, in welchen die Bid-Ask Spreads meist im Bereich einstelliger Basispunkte liegen, sind diese im Markt für Digital Assets oft um den Faktor 5x höher. Market Maker profitieren dabei, ähnlich wie die Arbitrage-Strategien, von einer hohen Marktsegmentierung – sowohl was die Anzahl der Börsen als auch was deren geographische Verteilung betrifft – dem noch relativ hohen Anteil von Retailinvestoren und schlussendlich der verhältnismäßig hohen Volatilität dieses Segments. Mit zunehmender Reife dieser Anlageklasse ist aber auch hier davon auszugehen, dass die Bid-Ask-Spreads in dieser Strategie geringer werden.

4.2.3 Systematic Trading Strategien

Systematische Trading Strategien in Digital Assets sind dominiert durch Quant-Manager wie z. B. sogenannte CTAs (Commodity Trading Advisors). Diese Strategie ist in der Regel sehr liquide, da meist nur die liquidesten Tokens gehandelt werden. Eine Umsetzung kann über unterschiedliche Handelsplätze erfolgen:

- ▶ an einer regulierten Börse wie z. B. der CME mittels Bitcoin Futures
- ▶ an unregulierten Fiat-Krypto-Börsen wie z. B. Bitfinex, Kraken
- ▶ an Krypto-Krypto Börsen wie z. B. BitMex, Binance

Analog zu systematischen Strategien an den klassischen Kapitalmärkten werden Long-Term und Short-Term-Modelle eingesetzt, um beispielsweise Trends, Momentum und Mean-Reversion Muster in einzelnen Digital Assets zu identifizieren. Während deutlicher Marktkorrekturen sollten Manager in diesem Bereich eine negative Korrelation und in stark steigenden Märkten eine entsprechend positive Korrelation zum Markt aufweisen, womit die Strategie diversifizierende Eigenschaften in einem Portfolio aufweist. Im Umkehrschluss wirken sich Seitwärtsmärkte und Preismuster mit starken Ausschlägen in beide Richtungen sehr nachteilig.

5 Fazit

Das Thema „Digital Assets“ erfreut sich einer rasanten Entwicklung sowohl was die Anzahl der Anlagemöglichkeiten betrifft, als auch deren technologischer Fortschritt. Die Beurteilung der Erfolgsaussichten einzelner Projekte und Geschäftsideen erfordert einen hohen Grad an interdisziplinären Kenntnissen und Fertigkeiten, um mögliche Gewinner von Verlierern zu unterscheiden.

Dies stellt einen fruchtbaren Boden dar, auf welchem bereits heute mehr als 800 Fonds in einer ganzen Reihe von unterschiedlichen Investment-Strategien existieren. Kursentwicklungen bei Digital Assets waren bisher nicht bzw. negativ

korreliert zu den traditionellen Aktienmärkten, und es wird davon ausgegangen, dass dies bis auf weiteres so bleibt. Anleger müssen aufgrund der hohen Innovationsgeschwindigkeit und Unsicherheiten mit hoher Volatilität rechnen.

Die Anlageklasse besitzt aber ein attraktives asymmetrisches Risiko-/Renditeprofil, welches äußerst interessante Opportunitäten bietet. Zukunftsorientierte Anleger sollten daher das Thema Digital Assets im Auge behalten.

Inwiefern dies sich für einen institutionellen Investor als Anlageform eignet, hängt von verschiedenen Faktoren ab, wie beispielsweise Know-how-Barrieren und regulatorische Restriktionen. Ratsam ist es in diesem Bereich sicherlich, allfällige Investitionen zum einen breit über geographische Regionen, verschiedene Strategien, Teams und Tokens zu streuen, zum anderen für deren Auswahl entsprechend qualifizierte Asset Manager einzubinden.

Die aus unserer Sicht geeignetste Herangehensweise ist die Allokation über einen Multi-Manager-Ansatz. Der Weg über ein Erstinvestment in einen professionell gemanagten Multi-Manager-Fonds bietet ein Höchstmaß an Diversifikation und trägt dazu bei, sich frühzeitig intellektuell mit dem Thema zu beschäftigen und von einem Know-how-Transfer zu profitieren. Auf diese Weise eröffnet sich ein Investitionsspielraum für diese neue, unkorrelierte Anlageklasse mit hohem Disruptionspotenzial und einem attraktiven asymmetrischem Risiko-Renditeprofil.

Fußnoten

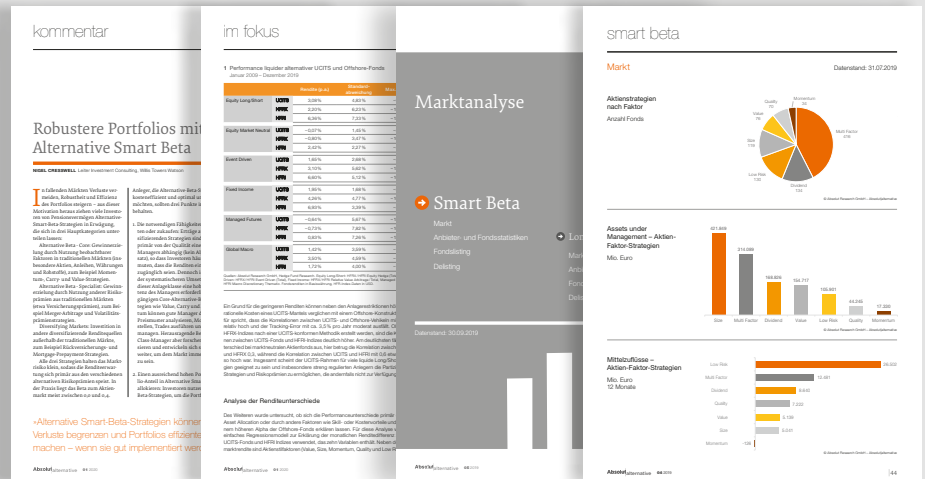
- 1) Quelle: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf?> (04. Mai 2019)
- 2) Bereits heute empfiehlt Cambridge Associates in seiner Research - Studie „Cryptoassets: Venture into the Unknown“, dass sich institutionelle Investoren mit diesem Thema befassen sollten Quelle: www.cambridgeassociates.com/research/cryptoassets-venture-into-the-unknown/ (05. Mai 2019)
- 3) Die Begriffe Token, Coins, Kryptos und Cryptos werden in diesem Artikel synonym verwendet auch wenn es Unterschiede gibt.
- 4) Eine ausführlichere Übersicht der Digital Assets findet sich in: Dreiseidler, Jasper, Peker (2020)
- 5) Quelle: <https://itsa.global/> (03. November 2019)
- 6) Coinmarketcap.com listete im Dezember 2019 4.890 Tokens]
- 7) Validatoren stellen dem Netzwerk Rechenleistung zur Verfügung und wirken an der Erstellung und Verifizierung von Blöcken in der Blockchain mit. In Netzwerken, welche mit dem Konsensusmechanismus «Proof-of-Work» arbeiten wie bspws. Bitcoin werden diese auch Miner genannt.
- 8) www.industry-of-things.de/die-verborgene-kraft-der-utility-tokens-a-731757/ (04. Juni 2019)
- 9) www.boerse-stuttgart.de/de-de/ueber-uns/politische-stellungnahmen/190416_eckpunkte/ (11. Mai 2019)
- 10) www.finews.com/news/english-news/36357-thomas-zeeb-itvu-e (11. Mai 2019)
- 11) Quelle: <https://cryptofundresearch.com/> (02. November 2019)
- 12) Erläuterung Tokenomics im nachfolgenden Exkurs.
- 13) Der Bitwise 10 Large Cap Crypto Index (BITX) trackt den Total Return der zehn grössten Cryptoassets gemessen und gewichtet anhand des Free-Floats und der Marktkapitalisierung. Quelle: www.bitwiseinvestments.com/indexes/Bitwise-10 (4. November 2019)
- 14) www.bitmex.com/app/perpetualContractsGuide [19. Oktober 2019]
- 15) <https://genesiscap.co/about/> (11. November 2019)
- 16) <https://bitinfocharts.com/de/top-100-richest-bitcoin-addresses.html> (9. November 2019)
- 17) www.chainalysis.com/ (22. Mai 2019)

Absolut|alternative

Liquide alternative Anlagestrategien für institutionelle Investoren

redaktioneller Teil

quantitativer Teil



Inhalt Absolut|alternative 01 2020

- ➔ **Kommentare**
Nigel Cresswell, Willis Towers Watson
Burkhard Balz, Dt. Bundesbank
- ➔ **Performance Review**
Liquid Alternatives Marktentwicklung 2019
- ➔ **Im Fokus**
Liquid Alternatives: UCITS- und Offshore-Strategien

- ➔ **Fachbeiträge**
Optimale Gestaltung von Faktorportfolios
Priv.-Doz. Dr. H. Dichtl, dr&c
Prof. Dr. W. Drobetz, Uni Hamburg
Dr. V.-S. Wendt, BlackRock
- Investment-Strategien im Bereich Digital Assets**
C. Hilpold, L1 Digital AG
Prof. Dr. P. Sandner, Frankfurt School

Ja, bitte senden Sie mir den aktuellen Absolut|alternative 01/2020 als **kostenloses** Leseexemplar per PDF-Datei zu.

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-research.de
+49 40 303779-15

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg